

ANALISIS REAKSI PASAR SEBELUM DAN SESUDAH PENGUMUMAN AKUISISI PT. HANJAYA MANDALA SAMPOERNA TBK

SHABRINA FEBYANTI

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231
Email: shabrinafebyan@gmail.com

Abstract: *The purpose of this research was to analyze the impact of acquisition announcement in stock market. The observation was done in eleven days, consist of five days before announcement, announcement day, and five days after the acquisition announcement. Statistical experimental use paired sample t-test. The result of this research shows that before acquisition announcement, four out of five days abnormal return are positive. The highest abnormal return is found on the day of announcement. After announcement, four out of five abnormal return are negative. The conclusion is market react to acquisition announcement of PT. HM Sampoerna Tbk., but there is no difference between the reaction before and after the acquisition announcement.*

Keywords: *acquisition announcement, abnormal return, event study, and market efficiency.*

PENDAHULUAN

Persaingan dalam dunia bisnis yang semakin ketat membuat para manajer strategis perusahaan-perusahaan berusaha untuk selalu mengembangkan strategi agar dapat bertahan atau bahkan berkembang lebih pesat. Salah satu usaha untuk menjadi perusahaan yang besar dan kuat adalah melalui ekspansi bisnis. Ekspansi adalah tindakan aktif untuk memperluas dan memperbesar cakupan usaha yang telah ada. Perluasan atau ekspansi bisnis diperlukan oleh suatu perusahaan untuk mencapai efisiensi, menjadi lebih kompetitif, serta untuk meningkatkan keuntungan atau profit perusahaan.

Ekspansi perusahaan dapat dilakukan baik dalam bentuk ekspansi internal maupun ekspansi eksternal. Ekspansi eksternal dapat dilakukan dalam bentuk penggabungan usaha (*business combination*) (Payamta dan Doddy, 2004). Salah satu bentuk ekspansi eksternal adalah akuisisi. Akuisisi adalah pembelian saham suatu perusahaan oleh perusahaan lain,

baik dibeli secara tunai ataupun menggantinya dengan sekuritas lain (Husnan, 1998: 657).

Kemajuan teknologi dan perekonomian mendorong aktifnya kegiatan di pasar modal, sehingga mendorong para pelaku usaha untuk menata ulang asetnya melalui akuisisi. Pada prinsipnya terdapat tiga motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi, yaitu motif ekonomi, motif non-ekonomi, dan diversifikasi. Tujuan dilakukannya akuisisi pada umumnya adalah untuk mendapatkan sinergi atau nilai tambah. Nilai tambah yang dimaksud lebih bersifat jangka panjang dibanding nilai tambah yang hanya bersifat sementara saja.

Banyak alasan yang mendorong dilakukannya akuisisi diantaranya yaitu untuk meningkatkan kekuatan pasar, mengurangi hambatan untuk masuk ke segmen dan pangsa pasar baru, menghemat biaya, meningkatkan kecepatan dalam memasarkan produk, dan lain-lain. Alasan yang paling sering digunakan perusahaan

dalam melakukan akuisisi adalah bahwa akuisisi lebih efisien dibanding harus membangun unit bisnis sendiri, di samping itu akuisisi dapat memberikan efek sinergi (Foster, 1994 dalam Wiriastari, 2010).

Pengumuman dari akuisisi yang merupakan pengambilalihan sebagian atau seluruh saham perusahaan lain, dapat memberikan informasi yang penting bagi pasar karena dapat mempengaruhi harga dari sekuritas (Jogiyanto, 2010: 521). Halpen (1983) dalam Wiriastari (2010) mengatakan pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap perusahaan dapat mempengaruhi naiknya harga saham baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target. Perilaku atau perubahan harga saham selama pengumuman merger dan akuisisi merefleksikan gambaran semua informasi dan pengaruh yang dikeluarkan dalam pengumuman merger dan akuisisi.

Studi peristiwa (*event study*) merupakan suatu metode penelitian yang digunakan untuk mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas. Penelitian ini umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham (Tandelilin, 2010: 239). *Event study* bertujuan untuk mengukur dampak sebuah kejadian ekonomi seperti merger dan akuisisi, pengumuman laba, penerbitan hutang atau ekuitas, dan lain-lain. Dampak tersebut akan tercermin pada harga dari aset (Sibarani, 2007).

Abnormal return merupakan kelebihan dari *return* normal. *Return* normal merupakan *expected return* (*return* yang diharapkan oleh investor). Dapat didefinisikan pula *abnormal return* adalah selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto 2010: 434). *Abnormal return* sering digunakan sebagai dasar pengujian

efisiensi pasar. Hipotesis pasar efisien memprediksikan bahwa pasar akan memberi respon positif untuk berita baik, dan respon negatif untuk berita buruk. Respon pasar tersebut tercermin dari *return* tidak normal positif (berita baik) dan *return* tidak normal negatif (berita buruk).

Banyak penelitian telah dilakukan untuk mengetahui secara jelas pengaruh pengumuman akuisisi terhadap *return* saham, namun hasilnya tidak selalu konsisten. Fenomena dilakukannya akuisisi dua perusahaan besar yaitu Phillip Morris International Inc. dan PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk menimbulkan banyak spekulasi publik mengenai motif dari proses penggabungan usaha ini, sehingga peneliti bertujuan untuk menganalisis perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi.

KAJIAN PUSTAKA

Penggabungan Usaha

Penggabungan usaha adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain (PSAK 22). Menurut Foster (1986) dalam Widyaputra (2006) penggabungan usaha dapat berupa pembelian saham suatu perusahaan oleh perusahaan lain, atau pembelian aktiva *netto* suatu perusahaan.

Secara teori penggabungan usaha dapat berupa merger, akuisisi, dan konsolidasi. Merger adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan sedangkan yang lainnya dihilangkan. Sementara itu, akuisisi didefinisikan sebagai pembelian seluruh atau sebagian kepemilikan suatu perusahaan, yang dapat

dilakukan melalui merger atau *tender offer*.

Akuisisi

Weinberg (1996) dalam Anwar (2008) merumuskan bahwa akuisisi merupakan sebuah transaksi atau serangkaian transaksi-transaksi di mana seseorang (individu, kelompok individu, atau perusahaan) memperoleh pengendalian atas aset-aset dari suatu perusahaan baik secara langsung dengan menjadi pemilik aset-aset tersebut, atau secara tidak langsung dengan mengambil pengendalian atas manajemen perusahaan tersebut.

Akuisisi merupakan perbuatan hukum pengambilalihan perusahaan, dimana perusahaan pengambil alih maupun perusahaan yang diambil alih masing-masing masih tetap ada dan melakukan kegiatan usaha. Dengan demikian, akuisisi tidak mengakibatkan lenyapnya perusahaan, juga tidak mewajibkan adanya perusahaan baru yang didirikan khusus untuk maksud tersebut.

Motivasi untuk melakukan merger dan akuisisi dapat digolongkan menjadi dua kelompok menurut Surtojo (1992) dalam Payamta dan Doddy (2004), yaitu motivasi ekonomi dan motivasi non ekonomi:

- a. Motivasi ekonomi, Perusahaan target mempunyai keunggulan kompetitif, yang diharapkan akan menghasilkan sinergi setelah digabung. Dalam jangka panjang sinergi tersebut akan mampu meningkatkan volume penjualan dan keuntungan perusahaan. Motif ini berkaitan dengan tujuan perusahaan yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan keuntungan pemegang saham.
- b. Motivasi non ekonomi, misalnya, karena perusahaan sudah lemah secara modal dan keterampilan

manajemen; keinginan menjadi kelompok yang terbesar di dunia; meskipun ada kemungkinan penggabungan usaha yang dilakukan tersebut tidak menguntungkan; karena diambil alih oleh pihak bank. Motif ini juga merupakan motif yang didasarkan pada keinginan subyektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan.

Pengumuman Akuisisi

Peristiwa publikasi akuisisi merupakan informasi bagi para pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga sekuritas. Publikasi akuisisi oleh perusahaan emiten merupakan suatu informasi yang perlu diolah lebih lanjut karena ketersediaan informasi saja tidak menjamin terjadinya reaksi pasar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, belum tentu harga dari sekuritas perusahaan yang bersangkutan akan mencerminkan informasi tersebut secara penuh (Darlis dan Zirman, 2011). Pelaku pasar harus menganalisis informasi akuisisi tersebut, apakah informasi ini merupakan kabar baik atau kabar buruk untuk memperkirakan besarnya dampak dari informasi tersebut terhadap harga sekuritas bersangkutan.

Pada dasarnya tindakan akuisisi dilakukan oleh perusahaan untuk menuju ke arah yang lebih baik sehingga pasar diharapkan akan bereaksi terhadap peristiwa tersebut. Publikasi akuisisi yang disampaikan oleh perusahaan ke pasar dimaksudkan untuk memberikan sinyal terhadap adanya peristiwa tertentu (publikasi akuisisi) yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Reaksi pasar terhadap peristiwa publikasi merger dan akuisisi dapat dilihat dari perubahan

harga saham perusahaan pengakuisisi (*acquirer*) dan saham perusahaan yang diakuisisi.

Efisiensi Pasar Modal

Menurut Fama (1970) dalam Tandelilin (2010: 219), pasar dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas yang ada mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi informasi di masa lalu (misalkan laba perusahaan tahun lalu), informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan deviden tahun ini), serta informasi yang bersifat pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga.

Aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah dengan melihat seberapa cepat suatu informasi baru yang penting diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru (Jogiyanto, 2010: 517). Bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi. Bentuk efisiensi pasar juga dapat dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia (Jogiyanto, 2010: 518).

Fama (1970) dalam Tandelilin (2010: 223) membagi bentuk pasar efisiensi ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), sebagai berikut: efisien dalam bentuk lemah (*weak form*), efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*), efisien dalam bentuk kuat (*strong form*).

Studi Peristiwa (*Event Study*)

Event study merupakan penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas. Penelitian ini umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang

masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham. Studi peristiwa merupakan bentuk studi untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Fama, 1991). Secara lebih spesifik studi peristiwa menyelidiki respon pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*).

Hipotesis pasar efisien memprediksikan bahwa pasar akan memberi respon positif untuk berita baik, dan respon negatif untuk berita buruk. Respon pasar tersebut tercermin dari *return* tidak normal positif (berita baik) dan *return* tidak normal negatif (berita buruk). Bentuk peristiwa yang diinformasikan beragam, baik informasi dari perusahaan maupun dari luar perusahaan yang mungkin akan mempengaruhi proyek pertumbuhan perusahaan di masa datang (Tandelilin, 2010: 572). Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return* (Jogiyanto, 2010: 556).

Return dan Abnormal Return

Tandelilin (2010: 565) menyatakan *return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung resiko atas investasi yang dilakukannya. Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan, *capital gain (loss)* sebagai komponen kedua dari *return*

merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat hutang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor.

Return saham merupakan hasil atau keuntungan yang diperoleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya. *Return* saham dibedakan menjadi dua jenis yaitu *Return Realisasi (Realized/Actual Return)* dan *Return Harapan/Ekspektasi (Expected Return)* (Jogiyanto, 1998:52). *Return* investasi di masa datang adalah *return* yang diharapkan (*expected return*) dan sangat mungkin berlainan dengan *return* aktual (*actual return*) yang diterima. Brown dan Warner pada tahun 1980 menunjukkan tiga teknik yang digunakan untuk menentukan *return* harapan dalam rangka menguji efisiensi pasar (Tandelilin, 2010: 225), ketiga model tersebut yaitu: *Mean Adjusted Returns*, *Market Adjusted Returns*, *Market Model Returns*.

Abnormal return adalah selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. *Abnormal return* sering digunakan sebagai dasar pengujian efisiensi pasar. Dalam keuangan, *abnormal return* merupakan perbedaan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat pengembalian aktual. *Abnormal return* kadang-kadang dipicu oleh "peristiwa". Misalnya mencakup merger atau akuisisi, pengumuman dividen, pengumuman perusahaan produktif, meningkatkan suku bunga, tuntutan hukum, dan hal-hal lain yang dapat berkontribusi ke *abnormal return*.

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Akuisisi

Suatu peristiwa atau *company action* yang dilakukan oleh perusahaan, seperti pengumuman

akuisisi merupakan alat komunikasi kepada pasar mengenai kinerja suatu perusahaan. Hal tersebut dapat diinterpretasikan sebagai suatu sinyal apakah kinerja suatu perusahaan baik atau sebaliknya. *Return* perusahaan yang makin meningkat dapat memberikan sinyal positif kepada investor mengenai prospek dan kinerja perusahaan di masa depan sehingga investor mau membeli saham tersebut. Adanya aksi beli ini menyebabkan harga saham mengalami kenaikan yang pada akhirnya akan meningkatkan *return* saham.

Pengumuman informasi akuntansi atau kejadian ekonomi (pengumuman akuisisi) memberikan *signal* bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang (*good news*) sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham, dengan demikian pasar akan bereaksi yang tercermin melalui perubahan dalam volume perdagangan saham.

Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai *signal* baik (*good news*) atau *signal* buruk (*bad news*). Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Jika pengumuman tidak mengandung informasi, maka pasar tidak akan bereaksi atas pengumuman informasi tersebut. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*.

Pada pasar yang kurang efisien, sekuritas-sekuritas akan menghasilkan *return* yang lebih besar dibanding normalnya yang disebut *abnormal return*. Dengan demikian, pengujian *abnormal return* pada dasarnya merupakan pengujian efisiensi pasar. Penelitian ini menggunakan metode penelitian *event study* dengan *event window* 5 hari bursa sebelum dan 5 hari bursa setelah *event date*. Periode waktu tersebut dipilih sebab dalam rentang waktu tersebut merupakan waktu-waktu yang rawan dari para pelaku saham untuk mengambil ancang-ancang berspekulasi dalam melakukan transaksi jual beli saham (Meidawati dan Mahendra, 2004).

Berdasarkan kajian teoritis dan penelitian terdahulu, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H0: Terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.

METODE

Penelitian ini merupakan jenis penelitian studi peristiwa (*event study*), penelitian studi peristiwa bertujuan mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2010:555). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yang terdiri dari harga penutupan saham harian PT. HM Sampoerna (03 Maret 2005-21 Maret 2005) dan Indeks Harga Saham Gabungan (03 Maret 2005-21 Maret 2005). Sumber data dalam penelitian ini bersumber dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) yahoo finance (www.finance.yahoo.com), www.duniainvestasi.com, dan *Indonesian Market Directory* (ICMD) 2005.

Variabel dalam penelitian adalah reaksi pasar yang akan

diamati dengan menggunakan *actual return*, *market return*, dan *abnormal return*.

Reaksi pasar merupakan respon dari pasar terhadap suatu informasi yang masuk ke dalam pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi yang timbul ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* (Muharam dan Retno, 2006). Dalam penelitian ini, penghitungan *abnormal return* dihitung dengan model *market adjusted return* sehingga perhitungannya memerlukan hasil dari perhitungan *return actual* dan *return pasar* terlebih dahulu.

Abnormal Return dihitung dengan *Market Adjusted Abnormal Return*, yaitu merupakan selisih *return* saham yang dihitung dari *return* individual dikurangi *return* pasar. *Abnormal return* dirumuskan sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t}$$

Actual return return? saham yang diperoleh dengan mencari selisih antara harga saham penutupan harian dikurangi harga saham hari sebelumnya kemudian dibagi dengan harga saham hari sebelumnya. *Actual return* dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Expected return dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted Model*. Dalam model ini *expected return* merupakan *return* saham yang diukur dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *return* ini diperoleh dengan cara mencari selisih antara IHSG pada hari tertentu dikurangi IHSG hari sebelumnya kemudian dibagi IHSG hari sebelumnya. *Return* pasar dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{m,t} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Dalam penelitian ini akan dilakukan uji normalitas data yang digunakan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas penting dilakukan karena untuk menentukan alat uji statistik apa yang sebaiknya digunakan untuk pengujian hipotesis. Jika hasil uji menunjukkan sampel berdistribusi dengan normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik, tetapi apabila sampel tidak berdistribusi dengan normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji *kolmogorov-smirnov* menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,771 (sebelum pengumuman) dan 0,999 (sesudah pengumuman) yang nilainya lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, maka pengujian yang akan digunakan adalah uji parametrik (*Paired Sample T-Test*)

Setelah pengujian normalitas data dilakukan uji *Paired Sample T-Test* dengan hasil yang dapat dilihat pada tabel 1 berikut:

Tabel 1. *Paired Sample T-Test* sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi PT. HM Sampoerna Tbk

	t- hitung	Sig (2-tailed)	Ket.
<i>Abnormal Return</i>	1,287	0,268	Tidak berbeda signifikan

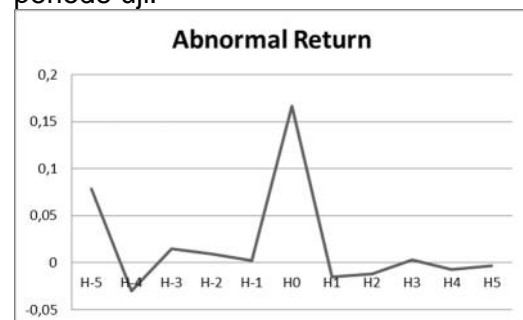
Sumber: diolah penulis, 2013

Tabel 1 diketahui bahwa nilai signifikansi *abnormal return* sebesar 0.268, nilai tersebut lebih besar dari 0.05 yang berarti bahwa H_0 ditolak.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi yang dilakukan PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.

PEMBAHASAN

Pergerakan dari *abnormal return* berfluktuasi selama periode uji dari sebelum hingga sesudah tanggal pengumuman selama periode uji yaitu 5 hari sebelum hingga 5 hari sesudah pengumuman akuisisi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. Pergerakan ini dapat dilihat pada gambar 1 yang menjelaskan besaran *abnormal return* tiap hari selama periode uji.



Sumber: diolah penulis (2013)

Gambar 1. Pergerakan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman Akuisisi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.

Gambar 1 menunjukkan pergerakan *Abnormal Return* (AR) dari sebelum pengumuman akuisisi (H-5 sampai dengan H-1) hingga sesudah pengumuman akuisisi (H+1 sampai dengan H+5). Dari hasil pengamatan selama periode jendela (*event window*), terdapat AR yang paling negatif dan merupakan AR terendah selama periode pengamatan yaitu pada H-4. Perolehan nilai AR yang sangat kecil ini kemungkinan disebabkan karena peristiwa belum diumumkan sehingga investor tidak tahu kandungan apa yang ada dalam informasi tersebut (Setiawati, 2007).

Namun pada hari berikutnya, terjadi peningkatan nilai AR yang fluktuatif yang masih bernilai positif hingga hari pengumuman akuisisi. Hal ini kemungkinan disebabkan karena adanya kebocoran informasi yang memicu minat investor terhadap saham PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk, sehingga meningkatkan nilai *abnormal return*.

Pada H0 (hari pengumuman peristiwa), terdapat *Abnormal Return* (AR) tertinggi selama periode pengamatan. Penyebab besaran AR yang bernilai positif dan paling tinggi dibandingkan dengan hari-hari lain selama periode jendela kemungkinan disebabkan karena adanya reaksi pasar yang percaya dan menganggap bahwa pengumuman akuisisi yang dilakukan oleh PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. ini memiliki kandungan positif atau dianggap mengandung berita baik (*good news*) yang dapat memberikan keuntungan bagi investor.

Penurunan yang sangat drastis pada H+1 setelah pengumuman, kemungkinan disebabkan oleh pasar yang masih ragu dengan kandungan informasi dari pengumuman akuisisi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. Hal ini dapat dilihat dari pergerakan AR setelah pengumuman (H+1 hingga H+5), AR bergerak dengan sangat fluktuatif dan sebagian besar *abnormal return* bernilai negatif. Terjadi penurunan pada H+1, kembali meningkat pada H+2, lalu sedikit lebih meningkat lagi pada H-3 hingga menyentuh titik nilai positif, kemudian kembali menurun pada H+4, dan sedikit meningkat pada H+5 namun masih tetap pada kisaran nilai negatif.

Hal ini menunjukkan bahwa informasi yang tersebar di pasar belum merata, sehingga para investor masih ragu dalam mengambil keputusan yang ditunjukkan dengan adanya reaksi pasar yang berfluktuatif pada hari setelah pengumuman. Walaupun

sebagian besar AR setelah pengumuman bernilai negatif dan hanya pada H+3 yang bernilai positif, hal ini menunjukkan ketidak-konsistenan reaksi pasar. Dalam kasus ini, kemungkinan investor akan menunggu waktu yang cukup lama untuk mengamati informasi dari pengumuman, karena investor ingin melihat tujuan penggabungan usaha yang dilakukan dua perusahaan besar tersebut agar investor tidak salah dalam mengambil keputusan.

Secara umum, dari grafik *abnormal return* (gambar 1) dapat dilihat bahwa pergerakan *abnormal return* tidak berbeda antara sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi. *Abnormal return* yang paling tinggi hanya terdapat pada H0 yaitu hari dimana pengumuman diumumkan. Hal ini berarti bahwa tingkat respon pasar paling tinggi hanya terjadi pada hari pengumuman berlangsung. *Abnormal return* yang tidak berbeda antara sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi ini disebabkan karena secara umum investor tidak memiliki informasi tentang motivasi apa sehingga perusahaan melakukan *merger dan akuisisi* apakah menyangkut motif ekonomi atau motif non ekonomi.

Secara teori keefisienan pasar diukur dengan melihat bagaimana informasi-informasi yang ada tercermin pada harga sekuritas. Pasar yang kurang efisien atau pasar yang termasuk dalam bentuk efisien setengah kuat, akan menimbulkan *abnormal return* yang bernilai positif atau negatif yang merupakan *trend* dalam residual. Hal ini disebabkan karena dalam pasar bentuk efisien setengah kuat, informasi tidak sepenuhnya terkandung pada harga saham di tanggal pengumuman (Tandelilin, 2010: 227). Penelitian ini didukung penelitian lain yang menyatakan ketidak-tahuan para investor terhadap motif perusahaan dalam melakukan *merger dan akuisisi* menyebabkan tidak adanya

keberanian investor dalam melakukan spekulasi baik membeli atau menjual saham perusahaan tersebut (Aritonang dkk., 2009).

KESIMPULAN

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa terjadi reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi akibat respon pasar atas informasi yang masuk ke dalam pasar, namun tidak ada perbedaan yang signifikan pada saat sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. Hal ini menunjukkan bahwa informasi yang tersebar di pasar belum merata, sehingga para investor masih ragu dalam mengambil keputusan. Hal ini juga dapat disebabkan karena bentuk efisiensi pasar yang setengah kuat yang memungkinkan diperolehnya informasi yang belum dipublikasikan oleh pihak internal perusahaan sehingga investor telah mengantisipasi rencana merger dan akuisisi pada sebelum pengumuman resmi dikeluarkan, dan juga informasi tidak sepenuhnya tercermin pada harga saham sehingga para investor masih ragu akan motivasi penggabungan dua perusahaan ini.

Berdasarkan hasil penelitian ini, diketahui bahwa pengumuman akuisisi memiliki kandungan informasi sehingga menimbulkan reaksi pasar. Informasi yang tersedia ini dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para investor dalam mengambil keputusan untuk investasi yang mereka lakukan. Perlunya kehati-hatian dalam melakukan akuisisi agar nantinya dapat memberi manfaat bagi perusahaan dan para pemegang saham. Bagi penelitian selanjutnya dapat mencari dan menganalisis faktor-faktor lain yang kemungkinan menyebabkan atau mempengaruhi pergerakan *abnormal return* diluar dari pengumuman akuisisi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.

Pada pengujian *abnormal return* selanjutnya dapat menggunakan metode lain untuk menghitung *abnormal return*. Adanya beberapa metode yang dapat digunakan untuk menilai *abnormal return* yaitu: *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*. Peneliti menggunakan *market adjusted model* untuk menghitung *abnormal return*, sehingga penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode-metode yang lainnya. Penelitian yang akan datang dapat mencoba menggunakan model estimasi risiko sistematis berbasis beta koreksi atau dengan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

UCAPAN TERIMA KASIH

Keberhasilan penulisan jurnal ilmiah manajemen ini tidak lepas dari bantuan, bimbingan, serta dorongan dari berbagai pihak.

Pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada: (1) Nadia Asandimitra, S.E., M.M. selaku dosen pembimbing skripsi dan jurnal ilmiah ini. Selain itu penulis juga mengucapkan terimakasih kepada keluarga dan teman-teman yang selama ini turut membantu menyelesaikan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Anwar, Miranda. 2008. Pencatatan Saham Lewat Belakang (*Backdoor Listing*) dengan cara Melakukan Akuisisi (Studi Kasus: Akuisisi PT. Fatrapolindonusa Industri Tbk. oleh Titian International Copr. Sdn.Bhd). *Skripsi tidak diterbitkan*. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Aritonang, Slamet Harijono. dkk. 2009. *Analisis Return, Abnormal Return*. Aktivitas

- Volume Perdagangan atas Pengumuman Merger dan Akuisisi (Studi pada Perusahaan yang Listed di BEJ tahun 2000-2002). *Wacana*. 12 (4): 815-827.
- Darlis, Edfan dan Zirman. 2011. Dampak Publikasi Akuisisi pada Perusahaan Pengakuisisi. *Jurnal Ekonomi*. 19 (3): 22-36.
- Fama, Eugene F. 1991. Efficient Capital Market II. *Journal of Finance* 46 (5): 1575-1617.
- Husnan, Suad. 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi ke 3. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ikatan Akuntansi Indonesia, 2003. *Standar Akuntansi Keuangan*. PSAK No. 22. Salemba Empat: Jakarta.
- Jogiyanto, 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM : Yogyakarta.
- Jogiyanto, 2010, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE: Yogyakarta.
- Meidawati, Neni dan Harimawan, Mahendra. 2004. Pengaruh Pemilihan Umum Legislatif Indonesia tahun 2004 terhadap Return Saham dan Volume Perdagangan Saham LQ-45 di PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Sinergi, Kajian Bisnis dan Manajemen* 7 (1): 89-101.
- Muharam, Harjum dan Widati, Riris Retno. 2006. Analisis reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Investasi Teknologi Informasi: Studi Kasus pada Perusahaan yang Listing di BEJ periode 2002-2005. *Jurnal Studi Manajemen dan Organisasi*. 3 (2): 29-45.
- Payamta dan Setiawan, Doddy. 2004. Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 7 (3): 265-282.
- Setiawati, Yunita. 2007. Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap Return Saham (Periode 1999-2006). *Skripsi tidak diterbitkan*. Semarang: Universitas Katolik Soegijapranata.
- Sibarani, Martha Anastasia. 2007. Pengujian Komponen Mikrostruktur Pasar terhadap Tingkat Pengembalian Abnormal pada Split Ex-date Periode 1999-2006, Sebuah Event Study. *Skripsi tidak diterbitkan*. Semarang: Universitas Indonesia.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Widyaputra, Dyaksa. 2006. Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan & Abnormal Return Saham Sebelum & Sesudah Merger dan Akuisisi (Di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2004). *Skripsi tidak diterbitkan*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Wiriastari, Rahadiani. 2010. Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap Return Saham Akuisitor yang Terdaftar di BEI tahun 2004-2008. *Skripsi tidak diterbitkan*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- www.duniainvestasi.com
www.finance.yahoo.com
www.idx.co.id
www.icmd.com